

中国利率市场化：改革风险与风险规避

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学 号：K9931095

UDC_____

学 位 论 文

中国利率市场化：改革风险与风险规避

贾冬梅

指导教师姓名：张亦春 教授

申请学位级别：硕 士

专 业 名 称：金 融 学

论文提交日期：2002 年 09 月 日

论文答辩日期：2002 年 11 月 日

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2002 年 12 月 日

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2002 年 10 月

内容提要

入世后，中国要向成熟完善的社会主义市场经济迈进，这是不言而喻的；而利率市场化，则是成熟完善的市场经济的重要标志之一。利率市场化需要具备条件，改革存有风险，我们既要向利率市场化方向前进，又必须规避风险，要力求积极稳妥。利率是借贷资金的价格，是一国经济中的重要变量，是优化资源配置的重要杠杆，是联系实物部门和金融部门的纽带，是传导货币政策意图的风向标。

利率市场化的含义一般是政府或中央银行放松或放弃对利率的直接管制，将利率的决策权、定价权交给市场主体，由资金供求状况和风险大小决定市场利率水平的高低，最终形成以中央银行基准利率为引导，以同业拆借利率（或短期国债利率）为金融市场基础利率，各种利率保持合理利差和分层有效传导的利率体系。中央银行通过改变存款准备金率、再贴现率、再贷款利率以及公开市场操作，间接地影响资金供求状况从而影响利率水平，引导社会资金流向，提高金融运行效率和资源配置效率。

在美国经济学家罗纳德·I·麦金农和爱德华·肖的“金融抑制论”和“金融深化论”的理论推动下，20世纪70年代许多发展中国家为了改变落后的经济面貌，纷纷放开利率管制，取消信贷配给制，实行了利率市场化改革。到80年代，包括美国、日本等发达国家在内的许多国家都被卷入了这一改革浪潮之中。在这当中，有许多国家从中受益，经济金融系统得到改善，金融效率得到提高、资金分配得到优化，但也有一些国家遭受了挫折，出现了经济倒退和金融危机。

目前中国的经济金融改革已进入关键的时期，入世后包括金融市场在内的所有市场逐步向外国人开放。面对国际国内经济金融形势，我们在已有改革基础上，必须进一步进行利率市场化的改革。因为只有如此，才能提高资源配置的效率，才能继续深化金融体制改革，提高自己的实力，参与国际竞争。为此，通过借鉴国际上利率市场化的经验教训，结合中国实际，研究利率市场化必需的条件和改革可能发生的风险，提出中国利率进一步市场化改革的避险思路、对策，这是有重要理论与实践意义的现实迫切任务。

在本文的研究中，内容主要划分为五个部分：

第一部分，界定利率的概念、功能，阐述利率决定理论，探析利率市场化的基本含义。第二部分，对不同类型国家利率市场化变革实践的比较，借鉴其正反面的经验。第三部分，回顾利率管理体制中国利率管理体制的演变和发展历程，阐述我国利率市场化改革的现状及取得的主要进展并揭示目前中国利率管理制度存在的主要问题。第四部分，阐述中国利率

进一步市场化的必要性，分析了利率市场化改革面临的外部环境及可能产生的风险。第五部分，为规避风险，确保改革的顺利、稳健地进行，提出中国推进利率市场化改革的有关制度性安排思路和利率市场化改革的具体方式和步骤的设想，提供金融理论界讨论和决策当局参考。

【关键词】 利率市场化 改革风险 规避思路

目 录

前言

第一部分 利率市场化及其理论基础

- 一、利率概念和利率功能
- 二、利率市场化的理论基础
- 三、利率市场化基本含义探析

第二部分 国外利率市场化经验与借鉴

- 一、国外利率市场化的改革
- 二、国外利率市场化经验与借鉴

第三部分 中国利率市场化改革的实践

- 一、中国利率管理体制的演变和发展
- 二、中国利率市场化改革取得的进展
- 三、目前中国利率管理制度存在的主要问题

第四部分 中国利率进一步市场化改革的必要性与风险

- 一、进一步改革的必要性
- 二、进一步改革的环境分析
- 三、进一步改革的风险分析

第五部分 中国利率进一步市场化改革的风险规避思考

- 一、在改革的制度安排方面的避险思考
- 二、在改革的方式和步骤方面的避险思考

前 言

入世后，中国要向成熟完善的社会主义市场经济迈进，这是不言而喻的；而利率市场化，则是成熟完善的市场经济的重要标志之一。利率市场需要具备条件，改革存有风险，我们既要向利率市场化方向前进，又必须规避风险，要力求积极稳妥。利率是借贷资金的价格，是资源配置的重要标准，是联系实物部门和金融部门的变量，是传导货币政策意图的信息载体。随着市场经济得发展，金融逐渐成为现代经济的核心，作为资金的价格，利率在市场经济中的作用日益凸现。利率已成为中央银行进行间接宏观调控最有效的手段，利率也从来没有像现在这样对人们的经济生活产生这么大的影响。

利率市场化是指政府或中央银行用计划手段确定的受管制的利率变为由市场主体依据自身的资金供求、头寸、盈利及风险等因素自行调节和控制的利率，实际上就是将利率的决策权、定价权交给市场主体，最终形成以中央银行基准利率为引导，以同业拆借利率（或短期国债利率）为金融市场基础利率，各种利率保持合理利差和分层有效传导的利率体系。同时，利率市场化并不排除国家的宏观间接调控，即政府可以用经济手段在市场上间接影响资金供求状况从而影响利率水平。可以从以下两种途径来理解利率市场化：一是从市场角度理解，利率市场化是指政府完全或部分放弃对利率的直接管制，使利率由市场上资金的供求关系决定，按价值规律自发调节；二是从制度角度理解，利率市场化是指在一定时期内中央银行根据现实经济环境及经济政策要求等，通过在市场机制调节下的利率政策效应来影响和促进货币政策目标的实现与国民经济的发展。

利率市场化的实践主要基于 20 世纪 70 年代美国经济学家罗纳德·麦金农和爱德华·肖的“金融抑制论”和“金融深化论”。麦金农在《经济发展中的货币与资本》提出“金融抑制论”观点，他认为，发展中国家普遍存在金融抑制现象，其基本特征有二：低的实际利率水平（有时甚至为负值）和有选择的信贷分配。过低的实际利率水平是导致经济行为扭曲、经济不发达的根源。爱德华·肖在《经济发展中的金融深化》中从另一角度得出了与此相似的结论，他认为，金融抑制主要是人为的低利率政策、金融垄断和信贷配给等造成的，其后果必然是“金融短浅”，金融深化可通过储蓄效应、投资效应、就业效应和收入分配效应促使经济发展。其前提是必须消除金融抑制，放开利率管制，取消信贷配给制。一些发展中国家为了改变落后的经济面貌，于 20 世纪 70 年代开始了利率市场化的改革实践，到 80 年代，包括美国、日本等发达国家在内的许多国家都被卷入了这一改革浪潮之中。在这当中，有许

多国家从中受益，金融效率得到提高、资金分配得到优化、经济金融系统得到改善，但也有些国家遭受了挫折，出现了经济、金融危机和经济倒退。

当前，我国国内经济体制改革和国际经济金融形势的发展都迫使我们必须进行利率市场化的改革。就国内而言，我国的金融改革已进入十分重要的攻坚阶段，经济市场化改革的汹涌浪潮正猛烈地叩击着中国金融改革的最后几道门槛，而被人们冠以“中国金融改革的最后一道堡垒”的利率市场化改革无疑是其中最醒目、最敏感的话题，不改革现行利率管理体制，资源配置的效率就难以提高，金融体制改革就难以深入进行下去，央行的宏观调控就会缺少间接的政策工具，一句话会影响到经济的可持续发展。就国际来说，随着经济全球化和金融市场国际化，特别是 2001 年 12 月我国正式加入了 WTO，也迫切要求我国在金融体制方面采取重大改革举措，使之与国际金融市场接轨，特别是作为金融对外开放或金融国际化先导的利率市场化改革，在我国尤其显得刻不容缓。如果说经济和金融体制改革、实现生产方式的转变，是放松和解除利率管制的内在要求，那么，世界经济一体化、金融国际化以及外资银行的竞争压力，则是推动中国实行利率市场化的外部因素。在此背景下，通过借鉴国际上利率市场化的经验教训，探讨利率市场化成功的条件和防范负面影响的对策，结合我国实际，研究我国利率市场化的可行性和改革路径是非常必要的。

本文通过分析比较国际上不同类型国家利率市场化的改革实践及经验教训，结合我国实际，探讨了我国实行利率市场化改革应做好如下制度安排：①宏观经济运行稳健；②经济运作主体行为市场化；③有效的金融监管；④发达、完善的金融市场；⑤健全的社会保障体系。针对目前我国利率管理体制存在的种种弊端、改革中面临的各种风险，提出了推进我国渐进式利率市场改革应采取的具体步骤、突破口选择的规避思路。

第一部分 利率市场化及其理论基础

一、利率概念和利率功能

（一）利息与利率概念

利息概念是一个经济历史范畴。当人类生产有了剩余，产生了商品交换，接着由借贷行为而产生信用关系时，就出现了利息。比如，张三向李四借了 8 斗大米，次年归还了 10 斗，这多出的 2 斗便可视为所借 8 斗谷子的利息。这种利息称为实物利息。但只有当货币出现以后，“物物交换”的商品经济发展为以货币为媒介的商品流通，资源的借贷采取了货币利息的形态，这时的利息才具有当代丰富而深刻的含义，利率也才有了完整的功能。从 16 世纪以来，经济学家们从利息存在的原因和理由的角度给利息下了形形色色的定义。巴本认为，

利息是资本的租金；马西认为，利息是运用资本所得利润的一部分；亚当·斯密认为，利息是放弃使用产业资本而获利的借出人应得到的一种报酬；庞巴维克认为，利息产生于人们对现在物品与未来物品主观评价的差异；马歇尔认为，利息是人们为了将来的快乐而牺牲现在的享受（即等待）所应得到的报酬；凯恩斯认为，利息是一定时期内放弃货币流动性的报酬。

要想给利息下一个准确、公认的定义是比较困难的，因为它涉及到利息的性质、来源、存在的原因，又涉及到借贷双方的利益关系，甚至借贷行为所反映的社会关系等。我比较倾向于利息是“借贷资本的价格”或“资金的价格”这一说法。即利息是转让货币资金使用权或借出货币资金的一种报酬，是运用资本所得利润的一部分，利率的实际水平由借贷资金的供求所决定，且受制于社会资金的平均利润率水平。

通俗说，利率是借贷资金在一定期限内所形成的利息与贷款本金的比率。本金、利息、时间是计算利率的三个要素。由于利率本身并不比利息具有更多的含义，因此人们经常将其混合使用，尤其以利率一词来代表利息的概念。

（二）利率是一种特殊的价格

利率是货币市场上资金供求的价格，作为货币资金这种特殊商品的价格，利率既具有与普通商品价格相一致的共性，也具有不一致的特殊性。其共性的一面主要体现在：

首先，与普通商品价格代表商品的供求一样，利率的高低则代表了资金的供求情况。在资金需求不变时，资金供给增加或减少，利率相应下降或上升；在资金供给不变时，资金需求增加或减少，利率随之上升或下降。

其次，在一般情况下，与普通商品价格一样，利率也与通货膨胀呈同一方向变化。

再次，与普通商品价格一样，当利率被垄断或管制时，其高低也可能脱离其所代表的商品价值。

但利率毕竟是一种特殊商品的价格，这种商品的价值不是通过买卖行为而是通过借贷的形式来实现的，这就决定了利率具有与普通商品价格不同的一些特点：

（1）普通商品实行等价交换时，卖者出卖商品，买者支付货币，货钱两清，卖和买在同一时间完成，商品价格在卖买瞬间得到实现。交易完成后，买卖双方不再有任何契约关系。而作为资金价格的利率的实现，与其初始交易行为在时间上是分离的。贷方将其交换的商品——资金交给借方时，并没有得到由资金商品的价值所决定的价格，而只是拿到借方出具的承诺在将来约定时间归还本金和利息的票据。贷方只是将资金的使用权暂时让渡给借方，借方没有对资金的所有权，在契约到期时，借方必须将本金和利息归还给贷方，与此同时资金的价格才得以实现。

（2）正因为货币资金价格的实现与其初始交易行为在时间上相分离，从而导致了利率的高低与时间长短发生联系。借贷时间长，利率高，反之利率则低。这是作为货币时间价格

的利率与普通商品价格的主要区别所在。

（3）由于利率与时间有关，且随时间长短而变化，故利率本身包含着很大的不确定性，这是孕育风险的主要原因之一。借贷时间越长，不确定性越大，风险就越大。而普通商品在卖出时，即实现了马克思所说的“惊险跳跃”，从而收回成本并实现利润，因此，无论商品价格如何波动均不会对已完成交易的买卖双方产生影响。即是说，除供求关系外，商品价格的高低由商品所包含的商品价值的大小来决定；而利率高低则要根据借贷时间长短及风险大小来决定。这是利率区别于普通商品的又一重要标志。

（4）商品价格是其价值的货币表现，商品实体与其价格是两种完全不同的事物；而货币资金的实体及其价格的载体则是相互重合的，即均表现为货币。同时，在一个社会经济中，由于商品种类繁多，某种商品价格的变动只对生产该种商品的生产者或消费该种商品的消费者产生影响，也可能引起相关商品或替代品价格的变动。但只要不是商品价格的普遍波动，个别商品价格的波动不会对整个经济产生重大影响。而作为货币价格的利率则不同，其价格的微小变动都有可能对整个经济的繁荣或衰退产生广泛的影响。

（三）利率体系

在社会经济中，利率是多种多样的。正如不同的商品对应不同的商品市场，不同的商品市场对应着不同的商品价格一样，不同的金融商品形成不同的金融市场，不同的金融市场将形成不同的价格——利率。例如，有信贷市场、债券市场、股票市场、票据市场等，因而就有存贷款利率、债券利率、股票收益率、票据贴现率。即使对相同的金融商品，由于交易机制的不同，也会形成不同的金融市场，如发行市场和流通市场，场内市场和场外市场，现货市场和期货市场，等等，这些市场各有不同的利率与之对应。在上述各种利率之间存在着紧密的互动关系，共同形成一个有机的利率体系。

A. 按利率决定机制划分有法定利率（或官定利率）、市场利率和限制利率。

法定利率是货币管理当局（中央银行）所规定的利率。如我国目前的再贷款利率、再贴现利率和银行存贷款利率都是法定利率。

市场利率是由金融市场上资金的借贷双方根据资金供求关系自行决定的利率，如证券市场的收益率、同业拆借利率和部分国债发行利率，是与计划利率（或官定利率）相对应的一个概念。金融市场的作用是促使储蓄向投资转化。按期限和风险的不同，可将金融市场分为资本市场和货币市场两部分，货币市场通常包括短期政府债券市场、商业票据市场、同业拆借市场等，资本市场包括长期债券市场、股票市场、长期信贷市场和产权交易市场等。

限制利率具有官定和市场决定的两重性，货币当局一般只规定利率的上限或上下限，各

借贷主体可在限制范围内根据金融市场资金供求状况自由浮动。

B. 按利率的作用划分有基准利率（或中心利率）、优惠利率和普通利率（或一般利率）。

基准利率是指带动和影响其他利率的利率，在整个金融市场和利率体系中处于关键地位，起着主导作用，是央行执行货币政策的主要手段之一，是各国利率体系的核心。在美国，该利率为联邦基金利率，在我国，则为再贷款利率。基准利率的作用主要体现在以下三个方面：一是中央银行改变基准利率，将直接影响商业银行筹资成本的高低，进而对信贷起着限制和鼓励的作用；二是中央银行调整基准利率，会影响其他市场的利率水平；三是在一定程度上影响着人们的心理预期，即所谓的告示效应。

优惠利率是银行向资信最好的顾客或企业发放贷款的利率，其利率一般低于普通贷款利率而高于一般存款利率。优惠利率带有扶植和照顾的性质，其执行对象为国家政策扶持的行业、企业或项目，若使用不当会造成资金浪费、效益下降。优惠存款利率是金融机构争取客户、吸收存款的竞争手段，但在利率管制的国家，一般没有优惠存款利率。

普通利率是指金融机构按一般标准发放贷款或吸收存款所执行的利率。

C. 按借贷主体或层次划分有中央银行利率、银行利率和证券市场利率。

中央银行利率有存款准备金利率、再贷款利率、再贴现利率。

银行利率又分为存款利率和贷款利率。

证券市场利率有证券发行利率和证券流通利率。

D. 按期限划分有货币市场利率和资本市场利率，短期利率和长期利率。

E. 按资金交割方式划分有即期利率、远期利率。

F. 按利率的表示方式划分有年利率、月利率和日利率，也称年息、月息和日息，分别以本金的百分之几（分）、千分之几（厘）和万分之几（毫）表示。三者之间的关系为：年利率 $\div 12$ = 月利率，月利率 $\div 30$ = 日利率，年利率 $\div 360$ = 日利率。

G. 按是否考虑物价变动因素划分有名义利率和实际利率。

名义利率是借款契约和有价值证券上载明的利息率，即为金融市场上的市场利率。名义利率包含了物价变动的预期和货币本身增贬值的影响。

实际利率是在名义利率的基础上剔除物价变动因素后的利率。在价格水平不变时，名义利率与实际利率是一致的。在名义利率不变时，物价的波动会导致实际利率的反向变动，这种关系可表述为： $r = i + P$ ，其中 r 表示名义利率， i 表示实际利率， P 表示借贷期内物价的变动率（通货膨胀率），考虑到通货膨胀也会使利息部分贬值，因此名义利率还应做向上的调整，即 $r = (1 + i) \times (1 + P) - 1$ ，实际利率可推导为 $i = (1 + r) / (1 + P) - 1$ 。在通货

膨胀条件下，市场利率都是名义利率，相对比较稳定，而实际利率一般不易直接观察到，并且会不断发生变化。在市场条件下，只有实际利率才能反映债务人因使用资金而支付的真实成本，因此，债权人应当以实际利率作为判断利率水平高低的依据。

（四）利率的功能

在市场经济条件下，利率是一个非常重要的经济变量和经济杠杆，其功能主要有：

1、积聚生产建设资金

积聚生产建设资金是利率最主要的功能之一，它是储蓄向投资转化的前提。正是由于有利率的存在，金融机构才能将分散在居民个人手中和企业再生产过程中暂时闲置的资金集中起来，转化为信贷资金，并通过信贷分配，满足生产对资金的需要，促进经济发展。

2、利率调节消费与储蓄

对于广义储蓄（指收入减去消费），利率的变动只影响储蓄的构成，即储蓄者对货币资产与其他金融资产的选择，而不会影响储蓄的总量；对于狭义储蓄（指居民储蓄存款），利率的作用是影响储蓄的总量，即高利率有利于扩大储蓄，低利率则会减少储蓄。

利率的变动既能调节消费与储蓄的结构，又能调节消费的总量。从微观来看，这种调节作用只改变消费与储蓄的结构，即用于储蓄多了，则会减少消费；反之，消费增加储蓄就减少。从宏观来看，这种调节作用会增加或减少社会消费基金总量。

3、优化资源配置和调节产业结构

利率作为资金的价格，会自发地引导资金流向利润率较高的部门，实现社会资源的优化配置。同时，国家还可以自觉地运用差别利率政策，对急需发展的行业实行低贷款利率以支持其发展，对需要限制的行业实行高贷款利率以限制其发展，从而优化产业结构，实现经济的合理化。

4、利率可以调节投资

对于实业投资（指对生产流通领域进行的直接投资活动）而言，利率升高，意味着投资成本增大、投资收益降低，投资规模会趋于缩小；反之，投资量则会增大。对于证券投资（指对股票、债券、基金等金融商品的买卖）而言，利率下跌时，资金流向证券市场，证券价格上涨；反之，当利率上升时，资金流出证券市场，证券市场缩水。

5、利率对宏观经济调节

利率对微观经济和宏观经济都有重要的调节作用，它主要通过影响货币供应量、社会总供给与总需求、国际收支平衡等途径来实现的。

（1）调节货币供应量。当流通中的货币投放量超过货币需求量、出现物价上涨时，通

过适当调高利率可以抑制过度的信贷需求，从而收缩信贷规模，减少货币供应量，防止通货膨胀的发生，最终促使物价稳定。

(2) 调节社会总供给与总需求。当社会总需求过大时，调高利率可以使资金向银行回流，推迟企业和居民的购买力，从而减少总需求。同时银行可以支持适销对路的商品生产，增加有效供给，使社会总供给和总需求趋于平衡，达到稳定物价的目的。当有效需求不足时，可以调低利率，使企业、居民用于投资、消费的资金增加，从而扩大社会总需求，促进经济增长。

(3) 平衡国际收支。通过利率总水平或利率结构的变动，可以调节一国国际收支的不平衡状况。当国际收支出现逆差时，可将本国利率调高到国际市场平均利率水平之上，以阻止本国资金的流出，吸引外资流入。而如果国际收支逆差发生在国内经济衰退时期，则不宜采取调节利率水平的做法，只能通过调整利率结构来平衡国际收支。

二.利率市场化的理论基础

利率决定理论是利率市场化的理论基础和制定利率政策的重要依据。西方利率理论的系统化研究早在 16 世纪就已开始，出现并形成了各种的学术派别，较具影响的利率理论有：古典学派利率理论、流动性偏好理论（即凯恩斯利率理论）、可贷资金理论和新古典综合学派理论等。

（一）古典学派利率理论

古典学派利率理论是对 19 世纪末至 20 世纪 30 年代西方国家各种不同利率理论的总称。代表人物有庞巴维克、马歇尔、魏克赛尔和费雪等。其中，马歇尔在前人研究的基础上，将利率、储蓄和投资三者结合起来，通过均衡分析方法，得出了利率决定于储蓄和投资均衡点的结论，被认为是古典学派利率理论的首创者。其理论特点：一是以经济在自由竞争中能够自动达到均衡为基础，讨论的是实物利率（自然利率），即由实物资本的供求所决定的利率；二是强调利率在经济中的自动调节作用，即通过自然利率的自动调节，能够使经济趋向于并最终达到充分就业下的稳定。其理论思想是：利率决定于现实经济中的实际变量——储蓄和投资。投资是对资金的需求，储蓄是对资金的供应，利率是资金需求和供给相等（即投资需求与储蓄意愿均衡）时的价格。古典利率理论把储蓄 S 和投资 I 都视为利率 r 的函数， $S=S$

(r) 是 r 的增函数, 随利率上升而增加, 故储蓄曲线向右上方倾斜; $I=I(r)$ 是 r 的减函数, 随利率上升而减少, 故投资曲线向右下方倾斜 (图略之)。在完全自由竞争条件下, 两曲线必会相交于 E 点, 此时, 储蓄等于投资, 对应的利率 r_0 即为均衡条件下的市场利率。如果某种因素致使经济偏离了这一状态, 如 $I>S$, 即是说实际资本的需求大于供给, “看不见的手” 将会促使利率上升, 从而使投资 I 下降、储蓄 S 增加, 结果重新回到 $S=I$ 的均衡点; 反之, 若 $I<S$, 则利率会下降, 进而导致储蓄减少、投资增加, 最终达到均衡。这样的均衡点一定是存在的, 而且比较稳定。

(二) 凯恩斯的利率理论——流动性偏好理论

凯恩斯和其他一些经济学家看到了古典学派利率理论忽视了货币因素对利率决定的影响, 在他著名的《就业、利息和货币通论》中认为, 利率不取决于储蓄和投资。储蓄的大小决定于收入, 不取决于利率, 而收入依赖于投资, 因而投资和储蓄密切相关, 不能作为决定利率的独立变量。他把货币视为一种资产, 并充分肯定货币对经济活动有决定性作用。在他看来, 货币的供给完全由货币当局直接决定的, 是外生变量, 而货币需求则是内生变量, 这是凯恩斯利率理论的关键。他以流动偏好这种普遍的心理倾向分析了人们持有货币的动机, 并建立了货币供求函数, 系统地研究了影响利率水平的决定因素, 因而凯恩斯的利率理论也被称为流动偏好理论。

根据流动偏好理论, 人们持有货币的动机有三个: 交易动机、预防动机 (谨慎动机) 和投机动机, 与此相应, 人们的货币需求包括交易性需求、预防性需求和投机性需求。交易动机的货币需求是为了正常支付计划而持有的货币量, 与交易水平存在稳定的关系, 交易水平取决于收入, 而几乎与利率无关; 预防动机的货币需求是为了应付未来紧急情况而持有一定数量的货币, 基本上也取决于收入; 投机动机的货币需求是为了在未来某一适当时机进行投机活动而持有一定数量的货币, 这种为投机需要所持有的货币量主要与利率和持有的财富相关, 如果整个经济中有许多投机者, 且每个投机者所拥有的财富对于所有投机者的财富总额是微不足道的, 那么, 投机动机的货币需求就成了当前利率水平的递减函数。货币供给表现为满足收入和利率函数的货币需求的供给量, 是政策变量, 是货币政策。综上所述, 流动性偏好理论可表示为: $M_d=M(Y, i)$; $M_s=KY+L(i)$; $M_d=M_s$ 。(图略之)。其中, M_d 代表货币供给, M_s 代表货币需求, $M(Y, i)$ 代表收入和利率的函数, KY 代表交易性和预防性货币需求, $L(i)$ 代表投机性货币需求。在未达到充分就业条件下, 增加货币供应量, 利率将从 i_1 降至 i_2 。当货币供应量为 A_2 时, 利率为 i_2 。此时货币需求曲线呈水平状, 货币需求无限大, 即处于流动性陷阱。此时即使货币供给不断增加, 利率也不会再降低。

（三）可贷资金的利率决定理论

可贷资金理论是对古典学派利率理论的延伸和发展，它一方面继承了古典学派利率理论基于长期实际经济因素的理论传统，另一方面开始注意货币因素的短期作用，并以流量分析为线索。主要代表有罗伯森、俄林、勒纳等。

可贷资金理论认为，利率由可贷资金的供求决定。可贷资金的供给（ L_s ）包括：储蓄（ S ）、银行信用（ M ）、反窖藏（ D_h ），即 $L_s = S + M + D_h$ ；可贷资金的需求（ L_d ）包括：投资（ I ）、窖藏（ H ）、反储蓄（ D_s ），即 $L_d = I + H + D_s$ ，即 $I + H + D_s = S + M + D_h$ 。（图略之）。其中 i 为古典学派 q_a 利率理论的均衡水平。当可贷资金供给增加，而可贷资金需求不变时，利率降至 i_1 ；当可贷资金需求增加，可贷资金供给不变时，利率上升至 i_2 。 i_0 为全部可贷资金供给与可贷资金需求达到新的平衡以后的利率水平。

（四）新古典综合学派利率理论

新古典综合学派在分析利率问题时，综合了凯恩斯和新古典学派的利率理论，并引入了国民收入这一重要因素，提出了 IS—LM 分析模型（模型略之）。IS—LM 分析方法由英国经济学家 J·H·希克斯首先提出，他在 1937 年发表的《凯恩斯先生与古典学派》一文中，综合了古典理论，认为货币需求不仅受到利率变动的影响，其实也受到收入变动的影响；同时收入变动可通过消费需求的变动而影响投资；储蓄不仅是收入的函数，也是利率的函数。他对经济理论的重要贡献在于把储蓄与投资、货币供给与货币需求这四个因素放在同一均衡体系中加以考虑，并引入国民收入这一重要变量。后来美国经济学家 A·H·汉森在其出版的《货币理论和货币政策》和《凯恩斯学说指南》两本书中，对希克斯的 IS—LL 模型作了进一步阐述和详细推导，并改称为 IS—LM 模型。他建立了收入与资金供给的函数关系，由此得出不同收入下的资金供给曲线，与投资函数曲线相结合，得到了 IS 曲线；他将收入变量引入到货币需求函数的分析中，建立了流动性偏好的收入函数，得出不同收入下的流动性偏好曲线，在货币供给既定的条件下，便得到了 LM 曲线。IS 曲线和 LM 曲线均表示收入和利率之间的函数关系，将其放入同一坐标，其交点便共同决定了收入和利率水平。

（五）金融抑制论与金融深化论

麦金农根据发展中国家具有“经济分割”的特点，各经济单位相互隔绝，面对不同的价格和利率，它们的投资机会和融资便利不能融为一体。于是罗纳德·I·麦金农的“金融抑制论”和爱德华·肖的“金融深化论”构成了金融自由化的理论基础。麦金农在《经济发展中的货币与资本》提出“金融抑制论”观点，他认为，发展中国家普遍存在金融抑制现象，其基本特征有二：低的实际利率水平（有时甚至为负值）和有选择的信贷分配。过低的实际

利率水平是导致经济行为扭曲、经济不发达的根源。爱德华·肖在《经济发展中的金融深化》中从另一角度得出了与此相似的结论，他认为，金融抑制主要是人为的低利率政策、金融垄断和信贷配给等造成的，其后果必然是“金融短浅”，金融深化可通过储蓄效应、投资效应、就业效应和收入分配效应促使经济发展。其在内的许多国家都前提是必须消除金融抑制，放开利率管制，取消信贷配给制。一些发展中国家为了改变落后的经济面貌，于 20 世纪 70 年代开始了利率市场化的改革实践，到 80 年代，包括美国、日本等发达国家被卷入了这一改革浪潮之中。在这当中，有许多国家从中受益，金融效率得到提高、资金分配得到优化、经济金融系统得到改善，但也有一些国家遭受了挫折，出现了经济、金融危机和经济倒退。

三、利率市场化基本含义探析

利率市场化是指中央银行用计划手段确定的受管制的利率变为由市场主体依据自身的资金供求、头寸、盈利及风险等因素自行调节和控制的利率，实际上就是将利率的决策权交给市场主体，最终形成以中央银行基准利率为引导，以同业拆借利率（或短期国债利率）为金融市场基础利率，各种利率保持合理利差和分层有效传导的利率体系。同时，利率市场化并不排除国家的宏观间接调控，即政府可以用经济手段在市场上间接影响资金供求状况从而影响利率水平。本人认为利率市场化基本含义是：

（一）由市场供求状况决定利率水平

由市场资金供求状况决定利率水平这是利率市场化的最大特点，形成实际利率水平是市场中资金的供求双方在利率机制作用下，通过竞争达成各自都能接受的价格水平，并因交易数量、期限及风险的不同而形成一个利率体系。市场化的利率体系具有自动调节资金供求的作用：当经济处于萧条时，过少的资金需求将促使利率的下降，从而激发资金需求的增加；当经济处于高涨时，过度的资金需求将促使利率水平不断攀升，从而缩减对资金的需求。故在自由竞争的市场经济中，利率的价格结构、数量结构和风险结构都是市场选择的结果，这种由市场选择而形成的利率结构比起货币管理当局测算并制定的利率结构要合理得多有效得多，这就是利息率变动规律的具体表现。

（二）资金交易主体享有利率自主权

资金交易活动是指资金盈余部门和资金短缺部门之间进行的资金交易活动，作为资金供求市场的参与者，资金交易主体应该有权对其资金交易的对象、规模、价格、偿还期限、融

资条件等诸多方面，双方进行平等协商，方式可以是面谈、电讯沟通、会议招标，也可以是资金供求双方在不同客户或者服务商之间反复协商、讨价还价，权衡利益和风险后做出的选择。如果市场主体不享有利率的自主权，市场参与者就不成其为独立的利益主体，因而也不会在利益的驱动下实现市场的充分竞争，利率市场化也就成为一句空话。

（三）同业拆借利率或短期国债利率成为市场利率的基准利率

市场利率水平只能根据一种或几种市场交易量大、为资金交易主体所普遍接受的利率来确定。根据其他国家的经验，同业拆借利率或短期国债利率是市场上交易量最大、信息披露最充分从而也最具有代表性的市场利率，它们将成为制定其他一切利率的基准利率，也是衡量市场利率水平涨跌的基本依据。

（四）中央银行拥有间接影响金融资产利率的权力

利率市场化并不意味着利率的完全自由化，更不是放弃中央银行对利率的管理，只是将以行政手段为主的直接管制改变为以经济杠杆为中介的间接调控。在利率市场化形势下，中央银行可以依靠公开市场业务、调整基准利率、再贴现率、存款准备金率以及制定利率政策、制约市场主体利率决定权限等手段来影响利率水平，从而影响市场主体的资金成本或市场资金的供求格局，实现货币政策目标。其中，金融机构对存贷款的定价权是利率市场化的核心内容。

第二部分 国外利率市场化的经验分析与借鉴

世界各国自战以后普遍加强了对经济的干预和调节，对促进战后经济的恢复和发展起到了积极作用。而从七十年代开始，随着世界经济的发展，各国纷纷放松对经济的管制，在金融上主要表现为放松对利率、汇率的管制，实行利率市场化，以形成一个宽松、自由、更符合市场运行机制的安全、稳定、高效的新金融体制。以前西方发达国家的利率刚性也是十分强的，一般不允许随意变动，缺乏灵活机动性，到七十年代后进行了市场化变革。

一、国外利率市场化的改革

（一）美国利率市场化的改革

美国在 20 世纪的前 30 年的金融体制和其经济体制一样，基本上自由竞争型的。联邦储备银行并不对金融机构和金融市场实施有力的监管，而是采取自由放任的态度，对各种利率几乎不加任何干预，任由市场供求关系决定，在利率体系中市场利率占绝对优势。但

1929~1933 年爆发的历史上最为惨痛的金融危机和经济萧条，给这种自由的经济、金融体制以无情的否定，昭示着国家干预的重要性和必要性。在此背景下，美国的金融制度实行了一系列改革，加强了对利率的管理，1933 年银行法（Q 项条例）的出台是美国利率管制的象征。

所谓 Q 项条例，其内容主要包括三点：1. 对储蓄存款和定期存款的利率设置上限。开始时（1933 年）为 3%，在 1935 年、1936 年曾作过小幅调整，之后 20 多年不曾改变，直到 50 年代末，利率上限开始频繁的调整。2. 禁止对活期存款支付利息。3. 限制各种贷款的利率。其目的是为了防止银行过度的竞争，降低银行的成本，维持金融体系的稳定。这样，美国的利率体制就由市场决定型转入政府限制型。Q 项条例的实施，在 30 年代维护和恢复金融秩序，在 40 年代至 50 年代初保证美国政府低成本筹措战争借款和战后经济的迅速复苏方面，起到过积极的作用。但是随着战后美国经济的迅速增长，国民财富的增加，到了 50 年代中后期，特别是 60 年代中期以后，由于通货膨胀上升的原因，Q 项条例的弊端逐渐显露出来：第一产生了资金脱媒现象。由于市场利率超过银行存款利率，导致银行存款大量流向证券市场，或转移到货币市场互助基金，存款机构存款额锐减。第二是银行经营出现困难。由于金融机构的流出资金大于流入资金，存贷款利差趋小，盈利状况恶化，直接的后果是影响了金融体系的稳定，典型的例子是美国储蓄和贷款协会危机。第三是货币政策作用机制受阻。一方面随着证券市场的发展壮大，证券投资收益越来越具有吸引力；另一方面银行业面对存款资金的大量流出而无能为力。这就迫使银行业通过金融创新工具绕过政府管制，加入证券市场的竞争。这虽然缓解了金融机构资金来源的紧张状况，却削弱了联邦货币政策的效力，如货币供应量变得越来越难以控制。第四是阻止了富有进取心、善于经营的银行向存款者提供更有吸引力的利率来扩大经营规模的积极性。

由于长期实行 Q 项条例，现实经济中的市场利率与条例规定的利率上限之间的反差越来越大，到 70 年代末，美国经济形势极为严峻，表现在：（1）市场利率水平达到史无前例的高度；（2）通货膨胀率居高不下；（3）银行经营举步维艰；（4）银行体系内资金大量流失；（5）金融创新工具不断涌现。迫于形势的压力和各方面的强烈要求，美国政府从 70 年代开始考虑放松 Q 项条例政策，但被 1973 年爆发的石油危机引起的全球性通货膨胀和宏观经济不景气所打断，直到 1980 年 3 月 28 日美国国会通过《解除存款机构管制与货币管理法案》（即《新银行法》），才标志着利率市场化进程得以法制化的形式进入实质性展开阶段。根据《新银行法》，利率市场化将以渐进方式深入，在 6 年（1980~1986）内彻底废除已持续实行了近半个世纪的 Q 项条例。其主要内容包括：逐步取消利率限制，先取消 2 年以上定期存

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库